

王见鹿 行业分析师

执业编号: S1500517100001

联系电话: +86 21 61678591

邮箱: wangjianlu@cindasc.com

毕翘楚 研究助理

联系电话: +86 2161678587

邮箱: biqiaochu@cindasc.com

### 产品提示:

【卓越推】为行业周产品，集政策前瞻、市场热点、行业深度挖掘于一体，对追求绝对收益的投资者有重要参考价值。

【卓越推】行业覆盖公司里优中选优，每期只推 1-2 只股票。每周更新，若荐股不变，则跟踪点评，若荐股变，则说明理由。

【卓越推】为未来 3 个月我们最看好，我们认为这些股票走势将显著战胜市场，建议重点配置。

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼

邮编: 100031

## 食品饮料行业

2019 年 2 月 25 日

◆ 本周行业观点: 宠物食品初创型企业如何树立品牌、配置产业链布局, 并最终实现更高的投资回报?

### 1、对比中美宠物食品行业, 初创类企业仍存发展契机

宠物食品是美国最大的快消品子版块之一。但在我国, 其仍处于行业快速发展期。

海外的宠物食品市场近年呈现纺锤形的行业格局: 一方面, 四大巨头雀巢、玛氏、JM Smucker 和高露洁棕榄占据了 50% 以上的市场份额; 另一方面, 几家初创型上市公司也吸引了较多的投资人关注, 18 年出现首支宠物服务 ETF。

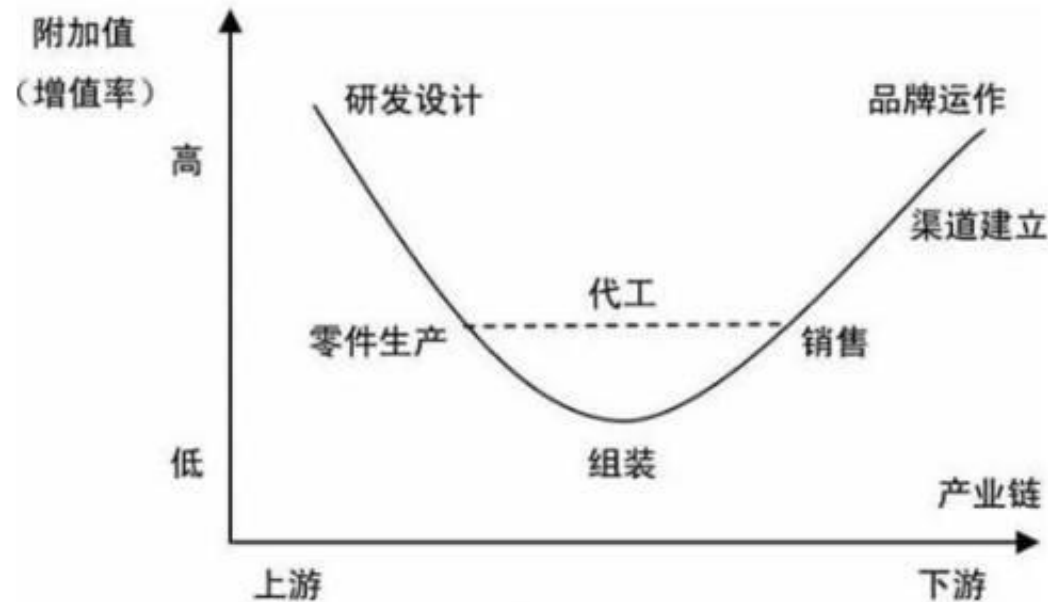
相对的, 我国的宠物食品板块的主要市场份额仍由外资企业掌控, 两家上市公司市值规模仍较小, 但有望在接下来的 5 年时间里, 借鉴海外优势企业的经验, 实现由小做大。

### 2、从微笑曲线看宠物食品产业链上下游情况

受全球化浪潮的影响, 我国宠物产业目前的行业格局很类似二十一世纪初期的纺服产业——人口红利导致生产加工成本十分低廉, 再加上更优惠的汇率, 跨国巨头纷纷将低附加值的生产环节转移或外包至国内, 使我国涌现了不少规模化的加工企业; 然而, 国内市场仍然被跨国品牌占据, 鲜少有获得认可的内资品牌突围。但从需求角度来看, 消费者教育成效显著, 体现在消费需求愈发细分且消费者不再迷信品牌。

正如纺服龙头企业当年反复提到要将产业链向“微笑曲线”的两端延伸, 从而跳出低附加值陷阱; 宠物产业的升级路径也大抵一致, 即通过研发设计、自建渠道和树立品牌, 实现话语权和毛利空间的提升。考虑到我国宠物产业正处于消费理念越发成熟、细分需求未被满足的大环境下, 恰好给内资企业留出了升级机会。察觉到这一机会的资本也大量涌向宠物企业。

#### 图 1 微笑曲线



资料来源：信达证券研发中心整理

但是，升级说起来简单，做起来难。从原有的代工模式向全产业链延伸，挑战来自方方面面。

### 3、从蓝爵（BlueBuffalo）看宠物食品行业的成功要素。

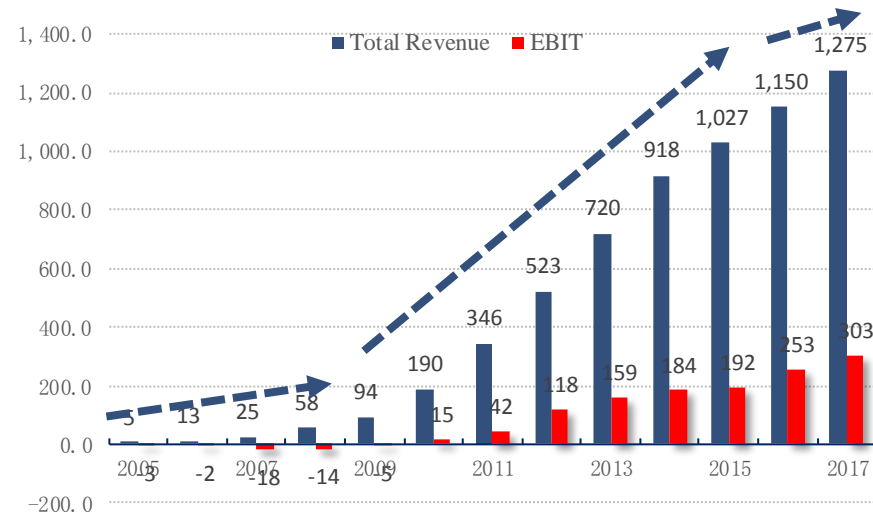
我们通过行业的先进案例，来了解企业由小到大的可行路径。

#### 3.1、蓝爵的差异化竞争

蓝爵的创始人，Bishop 家族发现消费者的新需求并未被满足——越来越多的消费者将宠物看作自己的家人，而非所有物；但他们并不知道市面上的宠物食品有多么货不对板。因此，蓝爵致力于提升宠物食品行业的信息透明度，并推出了强调配方品质的宠物食品。

蓝爵成立于2002年；从2005年到2015年的10年间，公司的营业收入由500万美元上升至10.27亿美元，翻了205x。2010年到2015年期间是公司规模与利润双双高速增长阶段。市场占有率由微乎其微上升至6%。其营业收入由1.9亿美元上升至10.27亿美元，复合增速40%；营业利润由1500万美元上升至1.6亿美元，复合增速61%；净利润则由2.3亿上升至8.9亿元，复合增速31%。

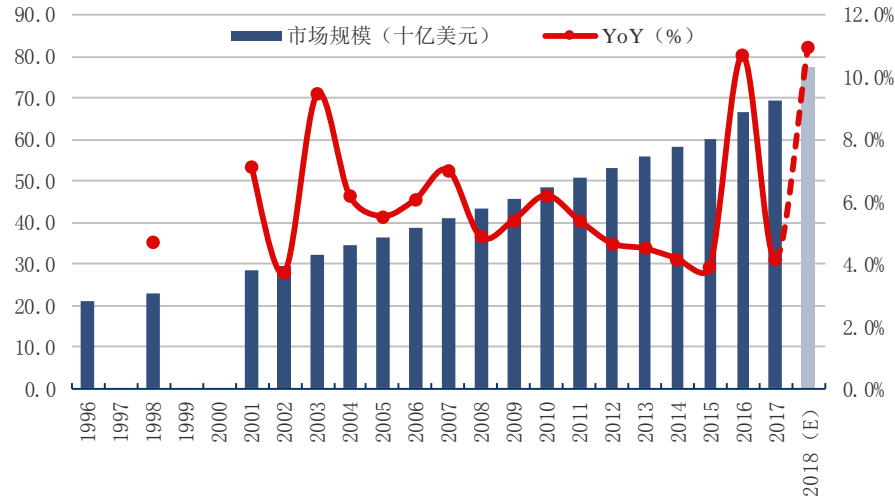
图 2 2005 年-2017 年财年蓝爵的营业收入和营业利润对比 (百万美元)



资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心整理

根据 euromonitor 的测算, 美国的宠物食品板块同一时期的复合平均增速仅约为 5%。

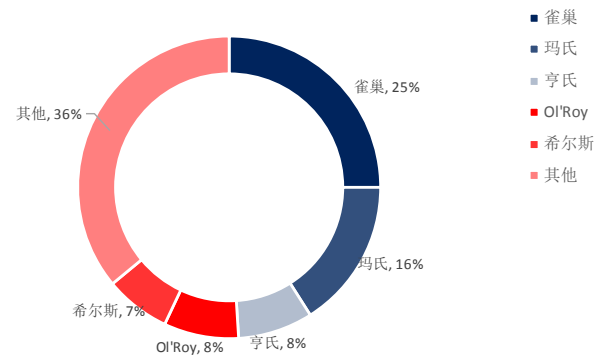
图 3 美国宠物食品板块规模及增速 (百万美元。%)



资料来源: Euromonitor, APPA, 信达证券研发中心整理

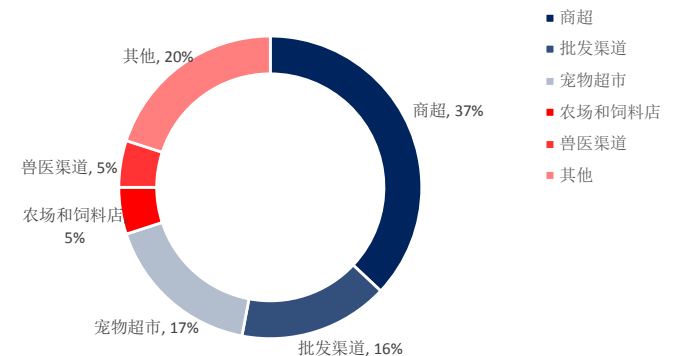
在公司 2002 年成立之初时, 美国宠物食品行业就已有 100 多个品牌相互竞争。但其中雀巢、玛氏、亨氏、沃尔玛旗下的 Ol'Roy 和希尔斯五家公司占据 2/3 的市场份额。同期, 一站式消费的大型宠物连锁中心如 PetSmart 和 Petco 发展迅猛, 并依赖快消品公司不断推出的细分新品来吸引消费者。尽管已有少部分初创企业意识到快消品公司的宠物食品并不像其宣传的那么健康(以下简称加工宠食), 试图提供差异化且更高端的配方, 但往往碍于资金限制, 无法走出邻里中心。大型快消品公司和全国性零售商的强强联合看似坚不可摧。

图 4 2001 年美国宠物食品市场份额分布 (%)



资料来源: Mintel, 信达证券研发中心整理

图 5 2002 年美国宠物食品渠道分布情况 (%)



资料来源: Mintel, 信达证券研发中心整理

### 3.2、一个痛点

蓝爵的成功在于发现了宠物食品价值链上的脱节，用流行的词汇来说，他们发现了一个“痛点”。消费者希望他们的宠物家人能吃上有营养的食品，但大型快消品公司推出的加工宠食尽管包装精美，配方却是低廉的鸡肉副产品、玉米、麦麸和豆粕等。蓝爵因此推出了强调“纯天然”配方的宠物食品，并以“宠物营养”为主题，多方位的进行消费者教育。

其中尤为被人津津乐道的便是“宠物侦探”计划，兼职的宠物侦探们活跃在全美及加拿大的大型宠物连锁中心，为消费者免费提供关于宠物营养的咨询，但并不会主动推荐蓝爵品牌的产品。出于对宠物的喜爱，蓝爵聚集了一批与其信念相同的志愿者侦探，也为其品牌宣传增添了人性化的一面。

尽管大型快消品公司也意识到了“纯天然”宠食的机会，但其在消费者心目中“大批量生产”的印象根深蒂固、供应链也存在较大差异，因此竞争力反而被削弱。

### 3.3、一个品牌

纵观近二十年成功的初创型消费品企业，有鲜明的企业愿景是其加分项：Chipotle 的愿景是“良心食品”（“Food with Integrity”）；Chobani 的远景则是“更多更好”（“Better Food for More People”）；Shake Shack 作为一个从街边摊发展起来的公司，愿景是“坚持美好”（“stand for something good”）。蓝爵的则是“待宠如家人”（“Love them like family. Feed them like family.”）。公司的企业文化也与之呼应，公司是“牧群”，员工则是牧群中的“野牛”（蓝爵的直译英文名是蓝野牛，小蓝也是创始人家族去世的梗犬的名字）。

相对的，很多大型快消品公司在子品牌塑造上并不用心。

蓝爵进一步利用伞型品牌策略，持续强化母品牌 BLUE 始终如一的“纯天然”诉求，利用消费者的同理心，很快从一众宠食品牌中脱颖而出。

为了巩固和强化品牌形象，自 2003 年以来，蓝爵为品牌投入了超过 5 亿美元的市场营销费用；公司还全资拥有一间广告创意公司，把本应交给外部广告商的宣发工作都内置化了，从而使公司的销售策略和推广活动无缝衔接。尽管短期来看，经营一间广告公司的成本远高于接受第三方服务；但从结果衡量，公司的品牌维护更有的放矢，节省了不必要的宣传成本。

### 3.4、有效渠道

有别于许多快消品公司，蓝爵在成立之后的第十五年的 2017 年才成为真正意义上的“全渠道”公司，向大型仓储超市（FDM）供货。与其将诸多精力消耗在打破大型快消品和分销商数十年积淀而成的强力联盟上，还不如另辟蹊径，寻找更有效的渠道。

蓝爵抓住了电商零售兴起的时机，同时也利用专业渠道（包括宠物医院）全国化发展的势头，结合其独树一帜的线下“宠物侦探”策略，在上述两大渠道聚集了越来越多消费者。截止 2018 年 6 月，蓝爵品牌是全美电商渠道和宠物专业渠道销量最大的宠食品牌，也是全美最大的“纯天然”宠粮企业，占整个宠物食品板块的销售收入为 6%。

稳固了其他渠道优势之后，蓝爵进入大型超市分销渠道显得水到渠成。但公司仅优选了 4 家企业进行合作，我们判断或许出于品牌形象维护的考量，也体现了公司希望保持对各类渠道的强控制力。这一策略的结果是，仅仅在与塔吉特合作开始的几

周后，蓝爵便成为了后者销量最高的宠物食品品牌；进入超市渠道驱动蓝爵的当季销售规模同比增长了 25%，市场份额提升 40BP。

根据公司披露，目前公司在超市、电商和专业渠道的销售占比约为 6%：25%：69%；但其潜在市场空间还很大，全美仅有约 3%的宠物猫狗是蓝爵的消费者，未来可转化的市场份额还很多。

### 3.5、资本的力量

直到 2005 年，蓝爵还是一间销售额只有约 500 万美元的小型家族企业，如果没有资本力量的加持，公司或许无法实施其既定的商业策略。风投基金 Invus 于 2006 年的加入使公司得以 1) 建设规模化的宠食加工中心及物流配送体系，2) 为专业渠道推出全系列 SKU 产品，3) 并持续在品牌建设方面进行投资。

我们认为，上述三方面的投资使公司在品牌竞争力之上形成了更多元的护城河，使其商业模式很难被后来者或竞争对手抄袭和复制。公司的盈利能力也越发稳健，2017 年末，公司的 ROIC 为 81%，远高于行业平均水平。

作为公司最大的股东，Invus 也为蓝爵提供了从创业融资（2006）、资本重组（2012）、上市募资（2015）到并购退市（2018）的一系列金融支持。2018 年，Invus 与董事会其他成员和顾问合作，指导公司以每股 40 美元的价格出售给通用磨坊，将每股 20 美元的 ipo 价格提高一倍，并达到 81 亿美元的企业价值，估值达到 6xPS，这是一个食品饮料企业可被并购的极高倍数，反映了蓝爵强大的品牌资产和竞争实力。

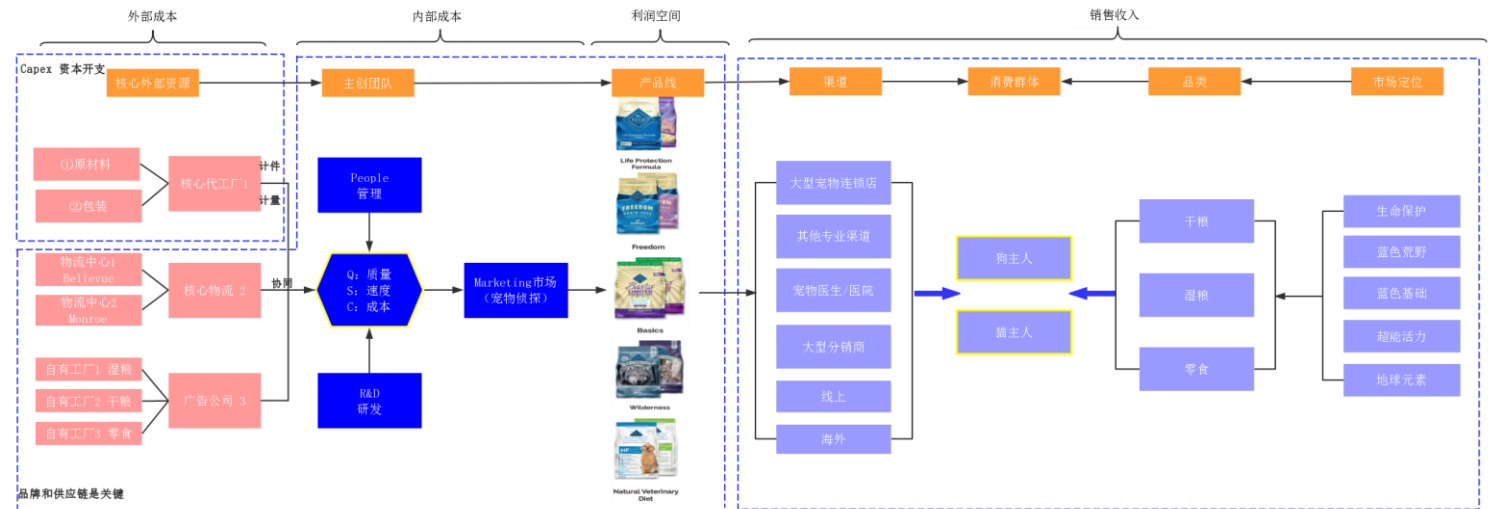
蓝爵公司优异的表现也使得投资人回报颇丰。Invus 前后在蓝爵合计投资了 5,900 万美元，在 12 年的时间里实现了 50 亿美元的实现价值，回报为 84x。

### 3.6、蓝爵案例小结：

从蓝爵案例可以看出，宠物食品行业的最主要门槛来自于分销网络和品牌忠诚度，当两方都被传统巨头所把控时，新进入者很难在夹缝中生存。但是，随着行业的发展演进，分销网络和品牌的联盟并不是永远密不可分，消费者新的需求无法很好被满足时，便是新进入者的机会。

我国的宠物食品行业尚处早期，头部消费者对外资或合资品牌更为青睐；同时，下游分销网络已涌现出不少实力企业，如电商平台天猫、京东和 e 宠、如宠物医院渠道的瑞鹏和瑞派。新近内资品牌想成功突围，也需要像蓝爵当年那样找好“痛点”。但蓝爵的故事也告诉我们，“差异化”的产品和品牌仅是成功的第一步；想要占领主流市场份额，需要的是专业的研发、雄厚的资金和卓越的产业链协同能力。我们在下图中拆解了蓝爵的价值链体系，公司在每一个环节都力求做到极致，因而才成为了最终的“突围者”。

图6 蓝爵价值链体系



资料来源：信达证券研发中心整理

4、风险提示：宠物行业食品安全问题；细分需求判断失误的风险；宏观经济下行的风险；汇兑损益。

❖ 本期【卓越推】：暂无推荐。

## 研究团队简介

**王见鹿**，食品饮料行业分析师。多国留学背景，先后于新加坡华侨初级学院及英国华威大学求学，主修经济、政治及国际关系学。回国后在某大型商业地产开发集团投资部工作，先后参与了多家上市或非上市企业的股权投资及并购重组业务，所涉及行业包括商业地产、文化旅游、装备制造、消费零售及金融服务等。2015年4月正式加入信达证券研究开发中心，从事食品饮料和炼化行业研究。

**毕翹楚**，研究助理，复旦大学工学硕士，2017年7月加入信达证券研发中心，从事食品饮料行业研究。

## 机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com



## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。